



Política monetaria y metas de inflación en Chile^{*}

Felipe Morandé y Klaus Schmidt-Hebbel[†]

El esquema de metas de inflación es el régimen monetario más reciente en el mundo². Desde comienzos de la década de los noventa, siete países industrializados y algunas economías emergentes —entre ellas Chile— han adoptado el régimen de metas de inflación como piedra angular de su política monetaria. Este capítulo analiza la conducción de la política monetaria en Chile, así como el papel que cumple el esquema de metas de inflación en la convergencia gradual del país hacia la estabilidad de precios³.

La conducción de la política monetaria en Chile

La política monetaria de Chile está anclada a una meta anual de inflación⁴. Como parte de su programación monetaria, el Banco Central de Chile proyecta los principales agregados monetarios y lleva a cabo un seguimiento de los mismos. Sin embargo, el hecho de que el banco central desarrolle proyecciones internas de los agregados monetarios no implica que éstos sean usados como metas intermedias. Lo mismo ocurre con el tipo de cambio. A pesar de que el banco central hace un seguimiento de las tendencias del tipo de cambio, éste no constituye una meta intermedia para la conducción de la política monetaria. De hecho, las fuerzas del mercado han determinado el tipo de cambio desde setiembre de 1999, cuando el banco central adoptó un régimen de flotación cambiaria.

Desde mediados de la década de los ochenta, la principal meta operativa de la política monetaria ha sido la tasa de interés real. El uso generalizado de tasas de interés reales explícitas en los mercados financieros ha sido la respuesta del mercado a una inflación histórica alta, y refleja el nivel de indización de la economía chilena. Desde 1985 hasta 1995, la tasa fijada por la política monetaria era la tasa real de los pagarés del banco central a 90 días. La tasa real se aplica sobre el principal, el cual se ajusta diariamente mediante una unidad de cuenta que está indexada diariamente al índice de precios al consumidor con un rezago promedio de veinte días. Desde mayo de 1995, la tasa de política es la tasa real diaria sobre los préstamos interbancarios (la tasa *overnight* real interbancaria).

El Banco Central de Chile anuncia públicamente su tasa de política. Mediante operaciones de mercado abierto, el banco central guía la tasa interbancaria hacia el objetivo de política. Desde mayo de 1995 —con excepción de cuatro meses en 1998— la diferencia entre la tasa de política y la tasa interbancaria observada ha sido de sólo 5 puntos básicos. Las operaciones de mercado abierto consisten en emitir instrumentos del banco central y llevar a cabo *repos* (operaciones de recompra). Un programa de emisiones mensuales de instrumentos del banco central es anunciado con anticipación, lo cual proporciona al mercado información acerca de la política monetaria

^{*} El Fondo Monetario Internacional autoriza la publicación de esta versión en castellano, pero no se responsabiliza por la exactitud de la traducción.

[†] Los autores agradecen la excelente asistencia de Matías Tapia. Las opiniones expresadas pertenecen a los autores, y no necesariamente representan las del Banco Central de Chile.

² Entre los trabajos recientes sobre el régimen de metas de inflación, su racionalidad y experiencias internacionales, se encuentran los de Masson et al. (1997), Debelle et al. (1998) y Bernanke et al. (1999).

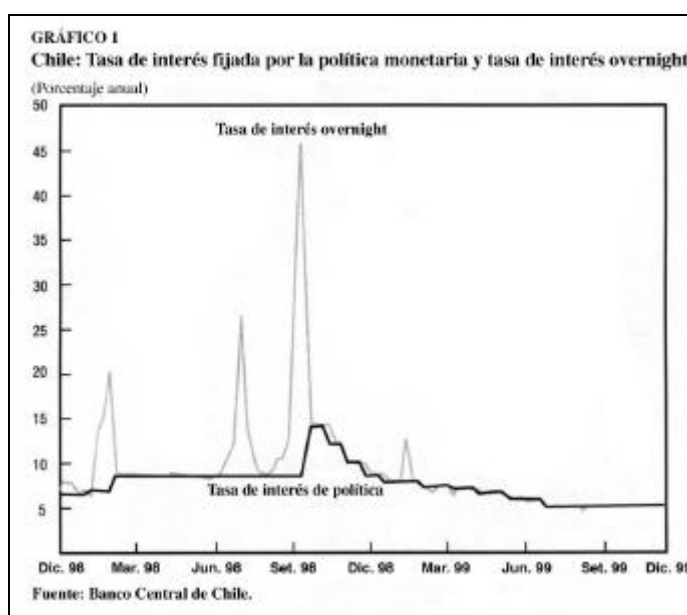
³ Un artículo más extenso, relacionado con éste, compara el marco de metas de inflación de Chile con los que se aplican en países industrializados y otras economías emergentes (Landerretche, Morandé y Schmidt-Hebbel, 2000).

⁴ Se puede hallar revisiones detalladas de la política monetaria y los costos de la inflación en el contexto chileno en Massad (1998) y Marshall (1999).



consistente con la tasa de interés real. Durante el mes se llevan a cabo *repos* para satisfacer la demanda por liquidez a la tasa de interés de política.

El banco central brinda a las instituciones financieras dos servicios estándar que pueden ser usados a su discreción: la línea de crédito de liquidez y la ventanilla de depósitos de liquidez. La línea de crédito de liquidez proporciona crédito (sujeto a límites cuantitativos) del banco central a instituciones individuales, a tasas de interés marginales que aumentan en tres niveles diferentes según la cantidad de crédito requerida. En la ventanilla de depósitos de liquidez, las instituciones financieras pueden depositar su liquidez excedente a una tasa de interés mínima. El Gráfico 1 presenta la evolución de las tasas de interés del mercado (la tasa interbancaria *overnight*) y las tasas de interés de política en Chile desde 1997.



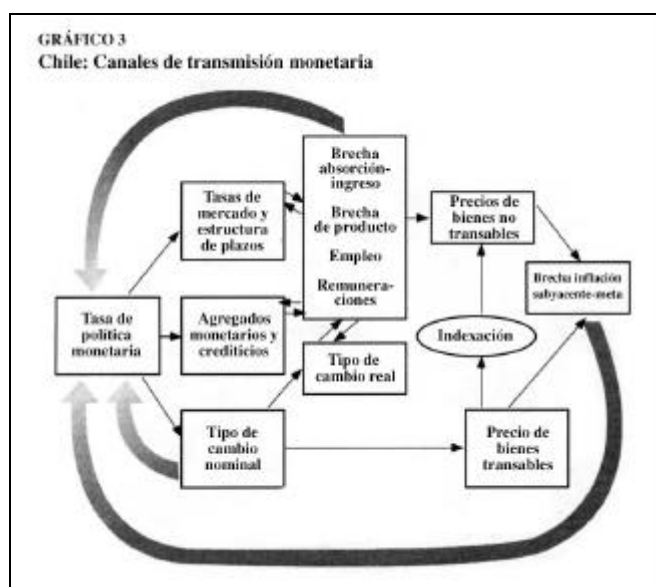
Desde 1984 hasta setiembre de 1999, la política cambiaria de Chile se basó en una banda cambiaria. El objetivo de la banda era proporcionar una guía a los mercados respecto de la tendencia deseable del tipo de cambio real, y reducir la excesiva volatilidad cambiaria. Sin embargo, después del establecimiento de la banda, muchas de sus características —su paridad central, su amplitud, la tasa de depreciación, la canasta de monedas de referencia y el grado de simetría— fueron alteradas en respuesta a cambios en los objetivos de política y en las condiciones del mercado. Adicionalmente, las intervenciones cambiarias intramarginales fueron frecuentes y ocasionalmente significativas.

Cuando la banda cambiaria fue suspendida en setiembre de 1999, el tipo de cambio de mercado estaba cerca del centro de la banda. Esto demuestra que la adopción de un régimen de tipo de cambio flexible en ese momento no fue el resultado de presiones del mercado. De hecho, el sistema de flotación fue adoptado tanto para permitir que las fuerzas del mercado determinaran el tipo de cambio, como para fortalecer el régimen de metas de inflación. El Gráfico 2 presenta la evolución de la banda cambiaria y el tipo de cambio observado.

¿Cómo es determinada la política monetaria por el Banco Central de Chile? La regla de política implícita del banco central se orienta principalmente a la brecha entre la inflación subyacente observada y la meta de inflación en el horizonte relevante de política, el cual es de 24 meses. Adicionalmente, se observa cuidadosamente y se proyecta un conjunto de variables. Entre éstas destaca la brecha entre el producto observado y el potencial, la cual refleja las condiciones actuales y proyectadas del ciclo económico. Otras variables a las cuales se hace un seguimiento, y que son cruciales para la transmisión monetaria y la inflación en Chile, incluyen la brecha entre el gasto agregado y el ingreso (o el déficit en cuenta corriente), el crecimiento del producto, la tasa de desempleo, el crecimiento monetario, el crecimiento de las remuneraciones, el tipo de cambio, la posición de la política fiscal y la estructura de plazos de las tasas de interés de mercado.



Al igual que en otras economías abiertas, los principales canales de transmisión de un cambio en la tasa de política incluyen las tasas de interés de mercado y su estructura de plazos, los agregados monetarios y crediticios y el tipo de cambio (Gráfico 3). Estas variables determinan los agregados macroeconómicos (y a su vez son afectadas por éstos), así como los precios de los bienes, el empleo y los activos. La indización es una característica estructural de la economía chilena, que aumenta la inercia de los precios y hace que los ajustes de precios relativos sean más lentos. Esto contribuye a una transmisión más rápida de los choques de tipo de cambio y remuneraciones a la inflación agregada. La información acerca de la brecha entre la inflación subyacente observada y la meta de inflación, así como la que se refiere a otras variables macroeconómicas y financieras, es incorporada para contribuir a una posible revisión de la posición de la política monetaria.





El régimen de metas de inflación en Chile

Cuando se le otorgó independencia en 1990, el banco central tuvo que enfrentar un aumento significativo de la inflación causado por las políticas expansionistas aplicadas en 1989 y por el incremento del precio del petróleo asociado con la guerra del Golfo Pérsico. En este contexto, el banco central simultáneamente restringió su política monetaria y decidió adoptar una meta anual de inflación como ancla nominal.

La historia inflacionaria reciente de Chile registra dos grandes programas de estabilización, en 1959-62 y 1979-82. Ambos se basaron en un ancla nominal cambiaria como principal instrumento de estabilización, y fracasaron rotundamente. Usar el ancla nominal cambiaria por tercera vez para reducir la inflación en Chile hubiera hecho muy difícil que el banco central —ahora independiente— pudiera establecer su credibilidad. Por otro lado, el uso de agregados monetarios como meta intermedia también hubiera sido difícil en un país con mercados financieros en desarrollo y una demanda por dinero volátil. La otra posibilidad era elegir una meta de inflación como ancla nominal. Asimismo, la temprana adopción de una meta de inflación se relaciona con el objetivo de proporcionar al público un objetivo explícito de inflación —y asumir el compromiso de lograrlo mediante una política monetaria adecuada— para reducir la importancia de los mecanismos de indización, y disminuir así el costo de la estabilización.

La primera meta de inflación fue anunciada en setiembre de 1990 para los 12 meses de 1991. Desde ese primer anuncio, la meta de inflación ha sido lograda, en general, con gran precisión. El Gráfico 4 describe la convergencia entre la meta de inflación y la inflación observada, desde niveles inicialmente altos (la inflación observada fue 27,3 por ciento en 1990) hasta valores consistentes con una inflación baja y estacionaria (2,3 por ciento en 1999). En setiembre de 1999, el banco central anunció una meta puntual de 3,5 por ciento para el año 2000 y un rango objetivo estacionario de 2-4 por ciento en adelante desde el año 2001.



Una característica clave de este modelo de estabilización basado en metas, implementado en la década de los noventa, es su carácter gradual el cual ha contribuido a reducir la inflación sin incurrir en costos significativos en términos del producto. Durante la mayor parte de la década de los noventa —con la excepción de la recesión de 1999, asociada con las crisis asiática y rusa— Chile ha crecido a tasas altas bajo condiciones de pleno empleo. Se proyecta que el crecimiento real del PBI se recuperará a un nivel entre 5,5 y 6,0 por ciento en el año 2000.



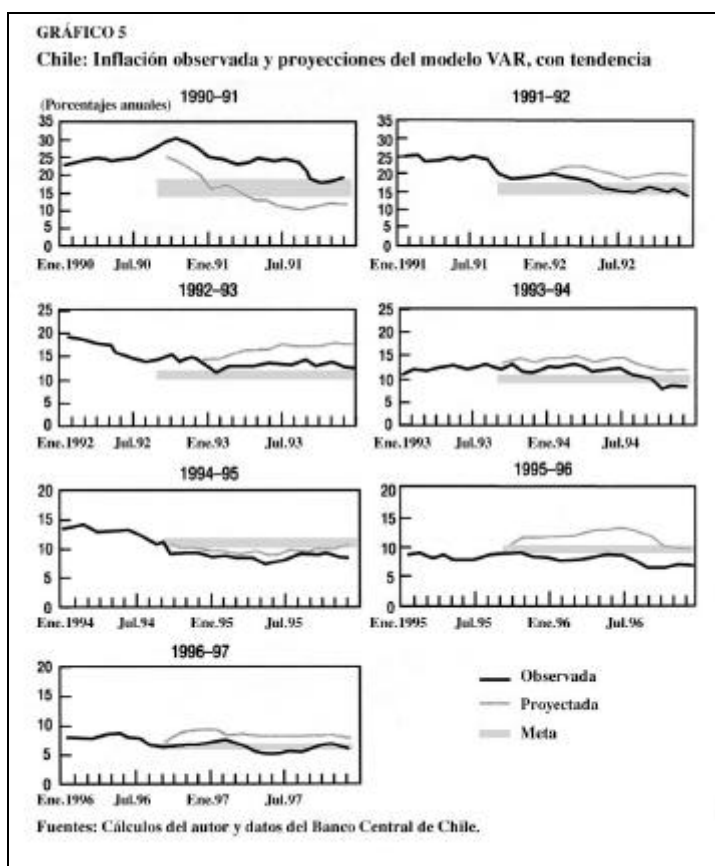
Efectividad de la política en un régimen de metas de inflación

La tendencia decreciente de la meta de inflación y la tasa de inflación en Chile no es una prueba definitiva de que la política monetaria basada en metas ha sido más efectiva de lo que hubiera sido un marco monetario alternativo. Por ejemplo, se podría argumentar que, más que actuar como un instrumento para reforzar la credibilidad, la meta de inflación ha sido simplemente una proyección oficial informativa con un excelente desempeño.

Una manera de evaluar la efectividad de la política bajo el esquema de metas de inflación es comparar las proyecciones de inflación hechas antes del anuncio de la meta anual de inflación del banco central, con la meta y la inflación observada. La estimación referencial de inflación es la proyección fuera de la muestra basada en un modelo no restringido de vectores autorregresivos (VAR)⁵. Es importante señalar que el modelo es estimado para cada anuncio de política usando la información disponible hasta el mes precedente. Con cada anuncio de metas de inflación, la proyección es simulada dinámicamente para los siguientes 16 periodos.

Presentamos los resultados para proyecciones basadas en dos modelos VAR. Ambos incluyen seis variables endógenas (tasas de interés, salarios, PBI, el índice de precios al consumidor, la oferta monetaria y el tipo de cambio nominal) y dos variables exógenas (los términos de intercambio y el índice de precios al consumidor de los Estados Unidos de Norteamérica). Los modelos difieren en que uno de ellos incluye una tendencia temporal (como variable exógena) y el otro no.

Los resultados son presentados en los Gráficos 5 (con tendencia temporal) y 6. La barra sombreada representa el rango objetivo o la meta puntual de inflación después del último periodo en el que se basa la proyección fuera de la muestra (la línea gris). La línea oscura representa la inflación observada.

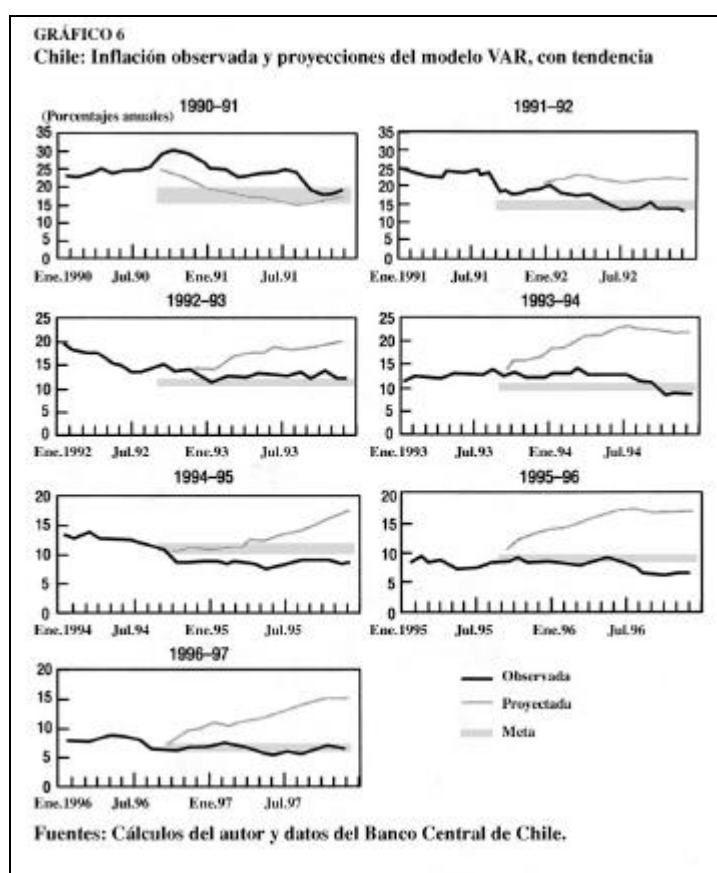


⁵ Se puede hallar un tratamiento más detallado de esta estimación en Landerretche, Morandé y Schmidt-Hebbel (2000).



El primer resultado, como se esperaba, es que las proyecciones basadas en el modelo VAR que incluye una tendencia temporal son mucho más cercanas a la inflación observada que las que se basan en el modelo VAR sin tendencia temporal. Esto refleja la tendencia negativa de la inflación anual observada durante la década de los años noventa.

El segundo resultado, y el más importante, es que típicamente la inflación proyectada es mayor que la meta de inflación y la inflación observada. Esto sugiere que el logro sistemático de metas anuales decrecientes de inflación ha contribuido a una corrección de las expectativas y proyecciones de inflación. En ausencia de anuncios creíbles de menores metas de inflación en setiembre, la mejor proyección de la inflación futura (basada en un modelo) refleja una reversión de la media hacia tasas de inflación (históricas) más altas en el futuro. Los resultados sugieren que los anuncios de metas en setiembre han ayudado a corregir a la baja las proyecciones de inflación.



Los resultados son menos claros en el Gráfico 5, en el cual las proyecciones de inflación se basan en un modelo VAR con tendencia temporal. Es probable que esta tendencia funcione como una *proxy* para las expectativas decrecientes del mercado en relación con la tendencia de la inflación, la cual es a su vez una función del logro creíble de una senda decreciente de inflación por parte del banco central. Por el contrario, los resultados son muy fuertes en el Gráfico 6, en el cual las proyecciones están basadas en el modelo VAR que excluye la tendencia temporal. Aquí, en seis de siete casos, las proyecciones fuera de la muestra presentan a lo largo del tiempo una divergencia creciente de las proyecciones de inflación respecto de la inflación observada y las metas de inflación. Esto sugiere que el esquema de metas de inflación ha permitido una ruptura con la historia inflacionaria y ha hecho posible una corrección gradual a la baja de la inflación observada y esperada.

Se concluye que, para la mayor parte de las especificaciones y periodos muestrales, la meta de inflación estuvo debajo de la proyección, y la inflación observada estuvo más cerca de la meta que la proyección. A pesar de que estos resultados no proporcionan una evidencia concluyente, sugieren que el esquema adoptado tuvo un papel



prominente en la reducción de la inflación. De hecho, el anuncio creíble de la meta puede haber constituido un importante mecanismo de transmisión del marco monetario de Chile. El uso de un objetivo preanunciado de inflación por parte de un banco central firmemente comprometido con su cometido puede haber contrarrestado los fuertes efectos de la inercia inflacionaria en Chile, donde la indización ha sido generalizada. Los resultados reportados en este artículo brindan una sugestiva evidencia de que las metas de inflación han servido para dos propósitos: como un mecanismo de consolidación de la credibilidad de la política monetaria, y como un medio efectivo de comunicación de la información anual del banco central a los mercados.

Conclusiones

En 1990, Chile adoptó un régimen de política monetaria basado en la fijación de metas de inflación, el cual ha contribuido a la credibilidad de la política y apoyado la convergencia gradual del país hacia la estabilidad de precios. La evidencia empírica reportada en este capítulo sugiere que el anuncio de una meta explícita de inflación, y la adopción de una política monetaria que dé credibilidad a la meta, han servido para romper las expectativas inflacionarias y lograr una convergencia hacia una inflación baja y estacionaria. El marco monetario y su credibilidad fueron fortalecidos adicionalmente por la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante a fines de 1999 y por la publicación de un reporte de inflación desde mayo del 2000.

Referencias

- Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic Mishkin y Adam Posen (1999), «Inflation Targeting: Lessons from the International Experience», Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Debelle, Guy, Paul Masson, Miguel A. Savastano y Sunil Sharma (1998), «Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy», Economic Issues, Fondo Monetario Internacional (setiembre).
- Landerretche, Óscar, Felipe Morandé y Klaus Schmidt-Hebbel (2000), «Inflation Targets and Stabilization in Chile», en Monetary Policy Frameworks in a Global Context, Routledge, Londres.
- Marshall, J. (1999), «La Política Monetaria y la Distribución del Ingreso», Revista de Economía Chilena, vol. 1, No. 1, Banco Central de Chile.
- Massad, C. (1998), «La Política Monetaria en Chile», Revista de Economía Chilena, vol. 1, No. 1, Banco Central de Chile.
- Masson, Paul, Miguel A. Savastano y Sunil Sharma (1997), «The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries», IMF Working Paper WP/97/130, Fondo Monetario Internacional.